

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620121151996

UDC _____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

我国汇率与股票价格联动关系的实证研究

Empirical Research of the Linkage Relationship between
Exchange Rate and Stock Price in China

尚芳

指导教师姓名: 李晓峰 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2015 年 3 月

论文答辩日期: 2015 年 5 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 3 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

习近平主席在 2014 年 APEC 领导人峰会主题演讲中对我国经济“新常态”进行了全面的阐述和解读，强调应该加大深化改革的力度，以此来应对经济“新常态”背景下的挑战，全面推进改革的进程；“十二五”规划指出要完善人民币汇率形成机制，分阶段逐步地实现人民币资本项目可兑换。我国利率市场化、汇率市场化和人民币国际化的改革进程已经渐有成效，但同时随着经济对外开放程度的提高和金融改革的进一步深化，汇率和股票价格相互传导作用会进一步加强，这将使我国金融市场面临更大的外部冲击。日本广场协议和泰铢贬值所引发的危机警示我们，金融危机会对一国金融市场乃至实体经济造成巨大冲击，因此，研究汇率和股票价格的联动关系具有促进金融改革和稳定经济的意义。

针对汇率和股票价格的联动关系，国内外学者已经做过很多的研究，但是由于国家的金融发展程度、研究的时间跨度以及研究方法的不同，所得到的结论也不尽相同。本文研究从 2005 年 7 月启动汇率形成机制改革到 2014 年 12 月金融改革已经渐有成效以来的十年时间内汇率和股票价格的联动关系。首先，本文结合经典理论探讨汇率和股票价格之间可能的联动关系和传导的可能途径；其次，根据美国次贷危机将样本区间划分为三个阶段并建立 VEC 模型进行实证分析，以期反映汇率和股票价格联动关系的动态发展过程；最后，选取地产、油气煤炭、航空公司、纺织服装和商业银行五大行业进行分析，力求从微观上把握汇率和股票价格的联动关系。

研究表明：宏观层面，我国经历了从汇率到股票价格的单向影响向股票价格到汇率的单向影响的转变；微观层面，地产行业经历了汇率和股票价格双向影响向汇率到股票价格的单向影响的转变，油气煤炭、航空公司和商业银行存在汇率和股票价格的双向影响，而纺织服装行业的股票价格与汇率不存在联动关系。最后基于研究结论和我国现状提出金融改革和外汇风险管理方面的政策建议。

关键词： 汇率；股票价格；协整检验；VEC 模型

Abstract

The chairman Xi has conducted a comprehensive expression and interpretation for “the new normal” in the speech of the APEC Summit ceremony in 2014, where he has emphasized that the key to dealing with the challenges is to push the reform further. The twelfth-five year plan has set up its goals to improve the regime of foreign exchange rate and make RMB convertible under the capital account gradually. Now we have achieved significant effectiveness in the process of financial reform. However, it would bring the domestic financial markets with more external shocks. The burst of Japan’s economic bubble and Asian Financial Crisis has warned us that the crisis of foreign exchange market or stock market could possibly bring its financial system even the economy great shocks. Thus, conducting the analysis of the linkage between exchange rate and stock price is of significance.

This paper aims at analyzing the possible linkage between exchange rate and stock price from the 21st, July 2005 to the 31st, December 2014. First, based on the classical theories about the linkage, it theoretically discusses the possible linkage and the way they may be connected. Second, divides the sample data into three phases according to the Subprime Mortgage Crisis and conducts VEC models’ empirical analysis, expecting to discover its dynamically developed process. Third, selects five industries, including real estate, oil and coal, textile and clothes, airlines and commercial bank, to analyze the linkage between exchange rate and industry index.

The results suggest that there exists unidirectional effect from exchange rate to stock price to the opposite direction with time passing by. As for the industries, it states real estate industry has undergone bidirectional effect to unidirectional effect from exchange rate to stock price. In the industries of coal and gas, airlines and commercial banks there do exist bidirectional effect. In the end, this paper has put forward some recommendations for the future financial reform and the improvements on the management of foreign exchange risk in view of the previous findings.

Keywords: Exchange rate; Stock price; Cointegration test; VEC Model

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与意义	1
第二节 研究思路与方法	3
第三节 主要贡献与不足之处	4
第二章 汇率与股票价格联动关系的文献综述	6
第一节 国外研究文献综述	6
第二节 国内研究文献综述	9
第三章 汇率与股票价格联动关系的理论基础	12
第一节 汇率与股票价格联动的理论基础	12
第二节 汇率与股票价格的传导途径	14
第四章 汇率与股票价格联动关系的实证分析	17
第一节 模型的设定	17
第二节 数据的选取与描述性分析	19
第三节 汇率与沪深 300 指数联动关系的实证分析	24
第四节 汇率与行业指数关系的实证分析	31
第五章 结论分析与政策建议	48
第一节 结论分析	48
第二节 政策建议	50
结 语	52
参考文献	53
致谢语	57

Contents

Chapter 1	Introduction.....	1
Section 1	Research background and significance	1
Section 2	Research idea and method	3
Section 3	Major contribution and inadequacy	4
Chapter 2	Literature review of the linkage relationship between exchange rate and stock price.....	6
Section 1	Foreign literature review	6
Section 2	Chinese literature review	9
Chapter 3	Theoretical foundations of the linkage relationship between exchange rate and stock price.....	12
Section 1	Theoretical foundation of the linkage between exchange rate and stock price	12
Section 2	The link way of exchange rate and stock price	14
Chapter 4	Empirical research of the linkage relationship between exchange rate and stock price in China.....	17
Section 1	Models set	17
Section 2	Data selection and descriptive analysis.....	19
Section 3	Empirical research of the linkage relationship between exchange rate and the CSI 300 index	24
Section 4	Empirical research of the linkage relationship between exchange rate and the CSI 300 industry index	31
Chapter 5	Conclusions analysis and policy recommendations.....	48
Section 1	Conclusions analysis	48
Section 2	Policy recommendations	50

Epilogue	52
Reference.....	53
Postscript	57

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 绪论

第一节 研究背景与意义

一、研究背景

2005 年 7 月 21 日,我国启动人民币汇率形成机制的改革,开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。2005 年 7 月到 2014 年 12 月,人民币名义有效汇率升值 38.01%^①,实际有效汇率升值 48.15%^②。2005 年 4 月 29 日,证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点的有关问题通知》,开始我国股权分置改革的试点工作,旨在有效地解决我国 A 股市场股东之间的利益平衡问题,消除流通股和非流通股在制度层面上造成的差异。上证 A 指从股改日的 1216.2 点^③一路攀升至 2007 年 10 月 16 日的 6395.76 点,我国的 A 股市场经历了有史以来的最大牛市。

2008 年受到美国次贷危机影响,我国股市从最高点跌落回 1600 点左右,而后我国股市处于低位徘徊阶段。随着我国经济进入新常态,我国经济金融体制改革的进程也在不断加快,汇率市场化、人民币国际化、资本项目可兑换和外汇管理制度的改革正在积极可控地稳步实施。2013 年 10 月 1 日我国上海自贸区正式启动,金融改革进入深度试验阶段,包括在自贸区内创造条件扩大人民币跨境使用和在不风险可控的前提下,有序推进人民币资本项目可兑换,逐步实现跨境融资自由化;2014 年 3 月 15 日央行宣布从 2014 年 3 月 17 日开始,银行间即期外汇市场上人民币兑美元交易价格的浮动幅度由 1%扩大到 2%,增强人民币汇率双向浮动的弹性,逐步实现汇率市场化;2014 年 4 月 10 日我国证监会开展沪港通试点,建立上海与香港股票市场的互联互通机制,加快香港成为离岸人民币业务中心的步伐。我国的汇率政策的调整和人民币汇率的走势是备受国内外关注的热点问题,而且随着金融改革的不断深化,我国金融市场与国际金融市场的进一步接轨,汇率与股票价格的联动关系也越来越重要。

^① 数据来源:根据国际清算银行统计数据计算

^② 数据来源:根据国际清算银行统计数据计算

^③ 数据来源:Wind 数据库指数行情上证 A 指

二、研究意义

外汇市场是货币资产的交易场所，比如人民币、美元、欧元、英镑和日元等货币，货币资产的价格是汇率。汇率是一个国家的货币相对于另一个国家货币的价格，反映了一国货币在国际上的购买力，也是一个国家的宏观经济指标，反映一个国家货币的国外价格；股票市场作为资金融通的重要场所，是企业直接融资的重要渠道，也是一个国家宏观经济的“晴雨表”，股指是股票市场的总体价格水平，一般是通过加权的个股股票价格计算得到的，比如沪深 300、上证 A 指、上证综指和各个行业股指。汇率和股指作为我国主要的两个金融子市场（外汇市场和股票市场）的价格，又同时是反映我国宏观经济的指标，两者之间存在着内在的经济联系，汇率的上升或下降可能会导致股指的上下变动，股指的上涨或下跌也可能导致汇率的上下波动。

2005 年 7 月 22 日是人民币汇率形成机制改革宣布后的股市第一个交易日，当日沪深 300 股指上涨了 1.86%^①，汇率机制的改革对股票市场而言是一个利好消息，随后一直到 2007 年美国次贷危机前人民币币值与股市联袂上扬，汇率与股指呈现出一种负向相关关系。聚焦国外，日本从 1985 年到 1989 年也经历了与我国汇改后“股汇双牛”的行情相类似的情况，日本政府在 1985 年履行签订的《广场协议》，开始在国际外汇市场上大量抛售美元，导致日元兑美元汇率随之急剧攀升，在年底日元迅速升值到 1 美元兑 200 日元左右，而在 1988 年初，日元升值到 1 美元兑 120 日元的最高点，日本的股票市场受到日元升值带来的利好效应影响也出现连续暴涨的牛市，到 1989 年 12 月日经指数创下了 38957^②的历史最高点。

1992 年欧洲货币汇率机制调整危机、1994 年墨西哥比索危机以及 1997 年由泰铢贬值引发的亚洲诸多国家货币的贬值，都显示货币贬值带来的外汇市场的恶性波动，会传导到股票市场，从而衍生出外汇市场和股票市场相互波及相互拖累的恶性循环，最后导致金融危机的全面爆发，危及一国宏观经济和金融体系的稳定性。近年来，我国经济金融改革迎来一波又一波的热潮，金融市场也日趋成熟，十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中以“完善金融市场体系”为核心，提出了金融改革势在必行，并且我国金融市场的开放度

^① 数据来源：根据 Wind 数据库沪深 300 股指计算得到

^② 数据来源：Wind 数据库指数行情日经指数

日益加强,在这种背景下,研究我国汇率与股票价格的联动关系就愈发具有深刻的理论意义和现实意义:有助于发现我国汇率和股票市场价格内在的影响传导机制,有助于我国防范金融风险和维护金融体系的稳定以及进一步完善外汇市场和股票市场的改革;有助于微观企业减缓和控制外汇风险;也有助于投资者进行资产组合选择。

第二节 研究思路与方法

一、研究思路

本文分别从理论论述和实证分析的角度对我国汇率和股票价格的联动关系进行研究和探讨。首先,结合已有的经典理论模型探讨外汇市场的价格,即汇率,与股票市场的价格,即各种股票指数之间可能存在的联动关系以及相互传导的可能途径。其次,对我国汇率和股票指数之间的联动关系进行了实证分析,分别从宏观和微观(行业)层面进行研究,选取了从2005年7月21日汇率形成机制改革到2014年12月31日我国金融改革已经渐有成效十年时间的日度数据作为样本数据,根据我国金融市场的实际环境和背景,将样本数据分为三个阶段进行分阶段研究,第一阶段是2005年7月21日到2007年10月31日,称为牛市阶段;第二阶段是2007年11月1日到2008年12月31日,称为熊市阶段;第三阶段是2009年1月1日到2014年12月31日,称为震荡阶段。并且,考虑到不同行业对汇率变动的敏感度以及反应方向不同,在分阶段研究的基础上,进行分行业研究,选取了地产行业、油气煤炭行业、航空公司行业、纺织服装行业和商业银行业务五大行业,采用向量误差修正模型分别分析汇率与股价指数之间的联动关系。最后结合实证分析的结果对我国金融改革和外汇风险管理提出相应的政策建议,也为企业决策者的决策和投资者的投资提供一定的参考意义。

二、研究方法

本文的具体研究方法如下:

在第一章绪论中,首先结合以前和现阶段我国金融的改革阐述了本文研究的背景;其次,从已有的货币危机视角突出强调了汇率与股票价格的联动关系会对股票市场乃至一国金融稳定的危害,引出了本文的研究意义;最后介绍本文研究

的思路、方法。

第二章是汇率与股票价格联动关系的文献综述，对国外研究文献和国内研究文献按时间顺序和是否存在联动关系的方式进行梳理和总结。

第三章首先着重对汇率和股票价格之间的联动关系进行了理论方面的阐述，其次结合我国具体的经济和金融环境以及背景分析了汇率和股票价格之间传导的可能途径，为实证分析奠定所需要的理论基础。

第四章的第一部分是本文实证部分所选用计量模型设定，第二部分样本数据的来源和选择标准以及符号的说明，第三部分是对数据的描述性分析，从定性的角度探讨汇率和股票市场价格的联动关系，并为下文进行实证分析奠定基础。第四部分是汇率与股票价格之间联动关系的实证分析，采用向量误差修正模型，首先分三个阶段分析了代表整个股票市场的沪深 300 股指与汇率之间的联动关系；其次分三个阶段分析了代表地产行业的沪深 300 地产指数与汇率之间的联动关系，最后分析了在震荡阶段代表各行业的沪深 300 油气煤炭指数、沪深 300 航空公司指数、沪深 300 纺织服装指数和沪深 300 商业银行指数与汇率之间的联动关系。

第五章是研究的结论综述和分析以及基于研究结论的政策建议，通过理论和实证分析，宏观和微观相结合的方法，发现我国汇率和股票价格的联动关系，并结合金融改革的现状和措施，提出关于金融稳定和外汇风险管理的政策建议。

第三节 主要贡献与不足之处

一、主要贡献

本文的主要贡献在于：第一，本文的样本区间跨度时间较长，选取了从 2005 年汇改到 2014 年金融改革已经渐有成效的十年时间；样本数据的频率较高，选取的是日度数据，样本能够较好的反映研究对象的总体水平，比较具有统计学意义上的代表性；第二，本文不仅研究全样本阶段的汇率与股票价格的联动关系，同时考虑到 2007 年美国次贷危机的冲击，将全样本阶段划分为三个阶段（金融危机前的牛市阶段、金融危机中的熊市阶段和金融危机后的震荡阶段）进行分段研究，以期得到不同背景下两者之间联动关系的动态变化。第三，本文在微观（行业）层面上研究汇率与行业股票价格的联动关系，选取地产行业、油气煤炭行业、

航空公司行业、纺织服装行业和商业银行行业的沪深 300 行业指数，以期得到不同行业不同阶段中两者之间的联动关系。

二、不足之处

本文的不足之处在于：首先本文所采用的模型方法比较经典和传统，新颖性欠缺；其次由于本人的时间和精力有限，只是选取人民币兑美元的名义汇率，而没有考虑人民币兑欧元、人民币兑日元和人民币兑英镑等汇率；再次在进行微观层面分析时，只是选取了五个行业指数，而没有详尽分析所有的行业指数，未来可以做进一步的研究。

第二章 汇率与股票价格联动关系的文献综述

第一节 国外研究文献综述

由于国外发达国家的金融市场起步较早,发展水平较高,对汇率^①和股票市场价格两者之间的关系研究的成果较为丰富,但是由于不同国家和地区的市场开放度和发展水平的不平衡,对不同国家和地区以及同一国家不同时间阶段的实证研究结果有所不同,存在着汇率到股价的单向影响关系、股价到汇率的单向影响关系、汇率和股价的双向影响关系以及两者之间没有显著的影响关系,同时影响方向有正向和负向之别。

一、汇率与股票价格存在联动关系

(一) 汇率到股票价格的单向影响

Aggarwal(1981)^[1]选取美国 1974 年 4 月到 1978 年 12 月实际有效汇率与股指^②的月度数据,采用回归分析方法,结论是汇率是股票价格的格兰杰原因,两者存在正相关关系。Solnik(1987)^[2]选取八个国家^③1973 年到 1983 年股价与汇率、利率和通货膨胀预期变化的月度数据,结论是汇率对美国股票价格有较弱的正向影响。Smith(1992)^[3]选取美国、德国和日本的数据,加入利率、经常账户余额、公债和债权市值等变量,结论是汇率是股价的格兰杰原因。Yu(1996)^[4]选取新加坡、东京和香港 1983 年 1 月到 1994 年 6 月汇率和股指的日度数据,采用 VAR 模型,结论是在香港汇率是股价的格兰杰原因,在东京股价是汇率的格兰杰原因。Abdalla 和 Miirinde(1997)^[5]选取四个国家^④1985 年 1 月到 1994 年 7 月股指和实际有效汇率的数据,采用 VAR 模型,结论是在印度、巴基斯坦和韩国都存在汇率到股指的单向影响,在菲律宾股价是汇率的格兰杰原因。Granger, Huangb 和 Yang (2000)^[6]选取亚洲七个国家^⑤在东南亚危机期间的数据,采用协整检验和格兰杰检验,结论是在韩国存在汇率到股价的单向影响,在菲律宾存在股价到汇率的单向影响且方向是负向,在香港、马来西亚、新加坡、泰国和台湾存在汇率

^① 一般情况下,文中的汇率没有特别说明的是直接标价法下的名义汇率

^② 道琼斯工业指数、S&P500 股指和纽交所综合指数

^③ 加拿大、德国、比利时、日本、瑞士、法国、英国和美国

^④ 印度、巴基斯坦、菲律宾和韩国

^⑤ 马来西亚、新加坡、韩国、香港、台湾、菲律宾和泰国

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库